



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Estrutura de Capitais do Sector da Saúde em Portugal

Trabalho Final na modalidade de Dissertação apresentado à Universidade
Católica Portuguesa para obtenção do grau de mestre em Auditoria e
Fiscalidade

por

João Filipe Andrade Machado

(Licenciado em Economia pela Universidade de Aveiro)

sob orientação de
Prof. Doutor Ricardo Cunha
Prof. Doutor Paulo Alves

Faculdade de Economia e Gestão
Janeiro de 2015

Agradecimentos

Para a diretora de curso, Professora Doutora Luísa Anacoreta, pelo acolhimento e esclarecimentos dados no âmbito da organização do curso e também pela ajuda proporcionada ao longo do mesmo.

Agradeço a todos os professores a oportunidade que me deram de me poder tornar mestre nesta área de que tanto gosto e às pessoas que, ao longo destes dois anos, partilharam comigo esse percurso e me ajudaram.

A elaboração desta tese só foi possível graças ao apoio prestado e à disponibilidade dos meus orientadores, Professor Doutor Paulo Alves e Professor Doutor Ricardo Cunha.

O meu reconhecimento é também dirigido aos meus pais, pelo apoio e incentivo prestados e sobretudo pela compreensão, pela minha ausência associada à realização deste trabalho.

Resumo

O presente trabalho teve como objetivo analisar os determinantes da estrutura de capitais das empresas portuguesas no sector da saúde em Portugal. Usando dados da SABI, entre 2007 e 2012, foi-nos possível construir, não só uma amostra da totalidade de empresas a operar no sector da saúde em Portugal, como também classificar as mesmas entre empresas públicas, PME privadas e grandes privadas.

Baseados nos vários estudos e teorias de estrutura de capitais da literatura financeira iniciada por Modigliani & Miller (1958), testamos as seguintes variáveis: Dimensão, Risco, Rentabilidade, Composição do Ativo, Outros Benefícios Fiscais para além da dívida, Crescimento e Idade. Como variável dependente, utilizámos o Endividamento Total. A metodologia usada nesta análise tem por base estudos empíricos fundamentais na área da estrutura de capitais, nomeadamente Rajan & Zingales (1995).

Por fim, concluímos que no sector da saúde todos os fatores de estrutura de capitais analisados são estatisticamente significativos na explicação do endividamento de uma empresa, com exceção dos fatores Risco e Outros Benefícios Fiscais. Constatámos também que os fatores Crescimento e Dimensão são estatisticamente significativos nas empresas públicas. No que toca às empresas privadas, para as PME todos os fatores considerados são estatisticamente significantes, mas por outro lado, o fator Crescimento é o único determinante na estrutura de capitais das grandes empresas.

Palavras-chave: Estrutura de Capitais, Endividamento Total, Sector da Saúde, Dados Painei

Abstract

This project had the objective of analyzing the factors that influence the most the capital structure of Portuguese companies operating within the healthcare industry in Portugal. Using data from SABI, between 2007 and 2012, we were able, not only to set a sample of the entire universe of operating firms within the healthcare industry in Portugal, but also to classify them as public companies, private SME or big companies.

Based on several studies of the capital structure theories initiated by Modigliani & Miller (1958), we have tested the following variables: Size, Operational Risk, Profitability, Asset Composition, Other Tax Benefits beyond debt, Business Growth and Age. The dependent variable that we used was Leverage. The basis for the used methodology follows the groundbreaking empirical studies in the field of capital structure, namely the one from Rajan & Zingales (1995).

We concluded that within the healthcare industry all explanatory factors significantly explain leverage, with exception of Operational Risk and Other Tax Benefits beyond debt. The model's intercept was not found to be statistically significant. We also report that the factors Business Growth and Size hold statistical significance across public companies. Regarding private companies, we found that all the proposed factors significantly explain leverage across SME, whereas, regarding big companies, only the factor Business Growth significantly explain the firms' capital structure.

Keywords: Capital Structure, Leverage, Healthcare Industry, Panel data.

Índice

Agradecimentos	iii
Resumo	v
Abstract	vi
Índice de Figuras.....	viii
Índice de Tabelas	ix
Abreviaturas	x
Introdução.....	1
Capítulo 1.....	5
Análise do Sector da Saúde em Portugal	5
Capítulo 2.....	9
Revisão da Literatura	9
Capítulo 3.....	15
Metodologia.....	15
3.1 Escolha dos fatores relacionados com a Estrutura de Capitais	15
3.2 Base de dados	18
Capítulo 4.....	23
Apresentação dos resultados	23
4.1 Estatística.....	23
4.2 Correlação entre os fatores	25
4.3 Resultados empíricos.....	28
Conclusão.....	31
Bibliografia.....	33
Anexos	37

Índice de Figuras

Figura 1 - Evolução do número de pessoas (em milhares) seguras para contratos de seguro de saúde	6
Figura 2 - Hierarquia da Teoria <i>Pecking Order</i>	12

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Variáveis Independentes – Fórmula de cálculo e sinal esperado.....	15
Tabela 2 - Valores médios dos fatores relativos a todas as empresas do sector da saúde.....	20
Tabela 3 - Valores médios dos fatores relativos às empresas públicas do sector da saúde	20
Tabela 4 - Valores médios dos fatores relativos às empresas privadas do sector da saúde	20
Tabela 5 - Estatísticas de todas as empresas do sector da saúde	24
Tabela 6 - Estatísticas das empresas privadas PME do sector da saúde	24
Tabela 7 - Estatísticas das grandes empresas privadas do sector da saúde	24
Tabela 8 - Estatísticas das empresas públicas do sector da saúde.....	25
Tabela 9 - Correlações entre as variáveis de todas as empresas do sector da saúde.....	26
Tabela 10 - Correlações entre as variáveis das empresas privadas PME do sector da saúde	26
Tabela 11 - Correlações entre as variáveis das grandes empresas privadas do sector da saúde.....	26
Tabela 12 - Correlações entre as variáveis das empresas públicas do sector da saúde.....	27
Tabela 13 - Modelo de regressão	28

Abreviaturas

CAE – Classificação das Atividades Económicas

CAtivo – Composição do Ativo

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

Cresc – Crescimento

Dim – Dimensão

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

EndT – Endividamento Total

E.P.E. – Entidades Públicas Empresariais

INE – Instituto Nacional de Estatística

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

OBF – Outros Benefícios Fiscais para além da Dívida

PME – Pequenas e Médias Empresas

Rent – Rentabilidade

SICAE – Sistema Informação da Classificação Portuguesa de Atividades Económicas

SNS – Serviço Nacional de Saúde

Introdução

A estrutura de capitais é um tema que tem assumido uma grande relevância para as empresas, já que se refere à forma como estas financiam os seus ativos – capital próprio, dívidas e instrumentos híbridos. A base do pensamento moderno sobre estrutura de capitais tem por base a teoria de Modigliani & Miller (1958). Estes demonstraram que duas empresas idênticas terão o mesmo valor, independentemente da estrutura de capitais que adotem, sendo apenas relevantes para o valor da empresa as decisões de investimento. No entanto, esta teoria de estrutura de capitais cedo começou a ser contestada por vários autores, pois este modelo apenas é válido num contexto de mercado de capitais perfeito, não se verificando onde existem imperfeições de mercado que alteram o valor da empresa de acordo com a estrutura de capitais adotada por estas. Surgiram então algumas teorias, das quais destacamos a teoria *Trade-off*, que defende a ideia de que é possível obter um nível ótimo de endividamento, quando é encontrado o equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de falência; e a teoria *Pecking Order*, que defende uma hierarquização das tipologias de financiamento de acordo com os seus custos.

O objetivo deste trabalho consiste em analisar a estrutura de capitais do sector da saúde português, das empresas públicas hospitalares e das privadas do sector da saúde em Portugal, tanto as PME como as grandes.

No nosso estudo consideramos como principais fatores do endividamento total das empresas os seguintes: Dimensão, Risco, Rentabilidade, Composição do Ativo, Outros Benefícios Fiscais para além da dívida, Crescimento e Idade. Aqui recorreremos a um modelo de regressão simples, tendo por base o modelo de Rajan & Zingales (1995). Para desenvolvermos esta análise recorreremos à Base de Dados SABI, construindo uma amostra para os anos de 2005 a 2012.

De forma a cumprirmos o objetivo a que nos propusemos, este trabalho foi estruturado em quatro capítulos. No capítulo 1 apresentamos uma breve contextualização do sector da saúde em Portugal. A título de exemplo, e segundo dados do Instituto Nacional de Estatística, em 2011 as PME representavam 99,6% do tecido empresarial português, dados que se constatarem também no sector da saúde em Portugal, pois é composto maioritariamente por consultórios individuais.

Constatámos que o sector público da saúde tem sofrido algumas reformas ao longo dos anos, a exemplo dessas reformas temos os centros hospitalares, que passaram a reunir várias entidades hospitalares e que, por sua vez, levaram a um processo de empresarialização hospitalar, através da criação das Entidades Públicas Empresariais (E.P.E.). Por outro lado, as grandes empresas privadas do sector da saúde têm pautado o mercado tanto com o aparecimento de novas unidades hospitalares, como na concretização de Parcerias Público-Privadas. Este crescimento deve-se, em grande parte, ao aperfeiçoamento dos serviços, assim como pelo aumento do número de contratos de seguros de saúde.

No capítulo 2, fizemos uma revisão aprofundada da temática da Estrutura de Capitais, que como já referenciámos, teve por base a teoria de Modigliani & Miller (1958).

No capítulo 3, apresentamos os fatores que influenciam o endividamento total e procedemos ao tratamento da base de dados, onde consideramos as empresas correspondentes aos CAE's das empresas do sector da saúde. Com o objetivo de identificar padrões de comportamento específicos, subdividimos a amostra tendo em conta a propriedade das empresas e a sua dimensão. Assim, relativamente ao primeiro critério, separamos a amostra entre empresas públicas e empresas privadas. Por outro lado, no conjunto das empresas privadas, identificamos dois subgrupos, um constituído pelas PME e outro

relativo às grandes empresas. Aqui confirmamos a grande preponderância de empresas privadas PME sobre todas as restantes. Verificamos que o endividamento global é baixo, sendo influenciado pelo reduzido nível de endividamento das empresas PME privadas. Estas empresas mantiveram um endividamento total entre 31% e 33% nos anos considerados. Por outro lado, as grandes empresas privadas apresentam níveis de endividamento total entre 45% e 52%, para o mesmo período. Estes valores estão próximos dos valores apresentados pelas empresas públicas - em 2007 as grandes empresas privadas tinham endividamento superior ao das empresas públicas, mas os seus valores reduziram e encontravam-se em 2012 ligeiramente abaixo dos valores registados pelas empresas públicas.

Por último, no capítulo 4 apresentamos e testamos os resultados do estudo empírico, onde concluímos que no sector da saúde todos os fatores são estatisticamente significativos na explicação do endividamento de uma empresa, com exceção dos fatores Risco e Outros Benefícios Fiscais. Também não podemos considerar a constante do modelo significativamente diferente de zero.

Constatamos igualmente que as variáveis Crescimento e Dimensão são estatisticamente significativas nas empresas públicas. No que toca às empresas privadas, para as PME todos os fatores considerados são estatisticamente significantes mas, por outro lado, o fator Crescimento é a única determinante na estrutura de capitais das grandes empresas.

Capítulo 1

Sector da saúde em Portugal

Considerando que este estudo se foca no sector da saúde em Portugal, é essencial tanto uma contextualização do tecido empresarial português como do sector da saúde em Portugal para um melhor entendimento deste tópico.

Segundo o Instituto Nacional de Estatística (2013), no ano de 2011, 99,6% das empresas não financeiras eram PME, por sua vez as grandes empresas representavam apenas 0,4% do total. As PME são classificadas respeitando os critérios estabelecidos na Recomendação da Comissão Europeia n.º 2003/361/CE de 6 de maio de 2003. Assim, as PME são aquelas que não excedam 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros e que empreguem menos de 250 pessoas.

O sector da saúde em Portugal, é composto pelo Serviço Nacional de Saúde (SNS), pelos vários subsistemas de saúde públicos e privados, e pelo privado.

No que se refere ao público, o SNS tem sofrido algumas reformas ao longo dos anos, que permitiram uma melhoria dos seus indicadores.

A exemplo destas reformas estão os centros hospitalares, que reúnem várias entidades hospitalares, as quais levaram a um processo de empresarialização hospitalar, através da criação das E.P.E.¹. Os hospitais públicos passaram a

¹ “(...) As Entidades Públicas empresariais são pessoas coletivas de natureza empresarial, com fim lucrativo, que visam a prestação de bens ou serviços de interesse público, nas quais o Estado ou outras entidades Públicas estatais detêm a totalidade do capital (...)” - Programa do XVIII Governo Constitucional – Governo de Portugal, 2009.

adotar um sistema de gestão por objetivos, mais flexível, mas ao mesmo tempo mais rigoroso.

Olhando agora para o sector privado, este é composto maioritariamente por pequenos consultórios individuais, dedicados aos chamados cuidados em ambulatório, mas também por grandes empresas. Estas têm pautado o mercado tanto com o aparecimento de novas unidades hospitalares, como na concretização de Parcerias Público-Privadas. Este crescimento deve-se em grande parte ao aperfeiçoamento dos serviços prestados por estes, assim como, pelo aumento do número de contratos de seguros de saúde. Como podemos constatar na figura 1, entre o ano de 1990 e 2008 o número de pessoas que beneficiam de contratos de seguro de saúde duplicou.

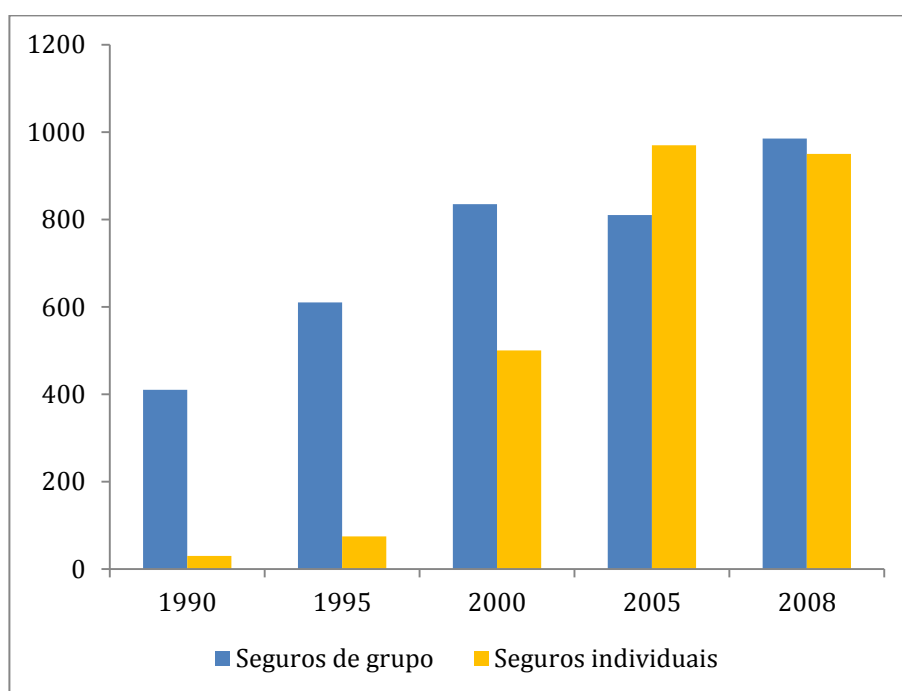


Figura 1: Evolução do número de pessoas (em milhares) seguras para contratos de seguro de saúde individuais e de grupo (1990-2008).

Fonte: Evolução dos Seguros de Saúde em Portugal, Ana Rita Ramos e Cristina Silva – *Instituto de Seguros de Portugal*.

Segundo um estudo do INE, *“em 2012 existiam 229 hospitais em Portugal. Destes, 122 eram hospitais oficiais (que incluíam 115 hospitais públicos de acesso universal e 7 hospitais militares ou prisionais) e 107 hospitais privados. Cerca de 74% dos hospitais eram hospitais gerais, ou seja, integravam mais do que uma valência. Entre os 59 hospitais especializados (apenas uma valência) prevalecia a área da Psiquiatria (25 hospitais). Estes contavam com a colaboração de cerca de 21 mil médicas/os e 37 mil enfermeiras/os.”* - Instituto Nacional de Estatística. Edição 2014, Lisboa – Portugal. *“Estatísticas da Saúde 2012”*.

Com esta análise, podemos afirmar que o sector privado da saúde em Portugal segue a mesma tendência do tecido empresarial português, pois é dominado por microempresas, mais propriamente os referidos consultórios individuais.

Capítulo 2

Revisão da Literatura

Neste estudo vamos analisar empiricamente os fatores determinantes da dívida do sector da saúde português, é essencial contextualizarmos a temática Estrutura de Capitais no seio da literatura financeira. Apesar dos estudos científicos que têm sido realizados nas últimas décadas, e dada a heterogeneidade de resultados, ainda não existe uma teoria absoluta que explique a opção de financiamento das empresas entre capitais próprios e capitais alheios. Fazendo com que a referência de Modigliani & Miller (1958), e de Myers (1984) ao *puzzle* da estrutura de capitais ainda hoje se mantenha atual.

Modigliani & Miller (1958) abordaram pela primeira vez a temática da Estrutura de Capitais, até aos dias de hoje, tendo por base os pressupostos do mercado de capitais perfeito para a elaboração do seu modelo. Demonstraram que duas empresas idênticas terão o mesmo valor, independentemente da estrutura de capitais que adotem, sendo apenas relevantes para o valor da empresa as decisões de investimento, opinião partilhada por outros autores, nomeadamente por Grinblatt & Titman (2001).

Esta teoria da Estrutura de Capitais cedo começou a ser contestada por vários autores, pois este modelo apenas é válido num contexto de mercado de capitais perfeito, não se verificando onde existem imperfeições de mercado que alteram o valor da empresa de acordo com a estrutura de capitais adotada por estas. Estas imperfeições vão desde a existência de impostos, custos de agência, custos de falência, assimetria de informação e efeito de sinalização (Jensen & Meckling, 1976; Miller, 1977; DeAngelo & Masulis, 1980; Brealey & Myers, 1998; entre outros).

Durand (1952) e outros autores, dizem ser possível encontrar uma estrutura de capitais ótima, através da minimização do custo médio ponderado de capital

(CMPC). À medida que o capital próprio é substituído por capital alheio, o CMPC diminui, uma vez que o custo do primeiro é superior ao do segundo, devido aos juros serem dedutíveis para efeitos fiscais. Mais tarde, Myers (2001) refere que a substituição do capital próprio por endividamento acabará por fracassar, fazendo com que o primeiro fique mais caro, em contrapartida de um maior nível de risco financeiro assumido, sendo suficiente para manter o custo do capital total constante.

Posteriormente, Modigliani & Miller (1963) reconhecem que impostos favorecem a utilização de capital alheio em detrimento de capital próprio, pelo benefício fiscal que lhe está associado, provocando uma redução no CMPC e um aumento no valor da empresa. Assim, existirá uma estrutura de capitais ótima, capaz de aumentar o valor das empresas e minimizar o CMPC. Todavia, o recurso à dívida, se em exagero, arrastaria as empresas a envolver-se noutro tipo de problemas, designadamente em custos de falência. Em baixos níveis de endividamento, a probabilidade de falência é irrisória. Porém, a partir de um determinado nível de capital alheio na estrutura de capitais, os custos de falência passam a ser significativos, cobrindo os respetivos benefícios fiscais (Baxter, 1967; Kraus & Litzenberger, 1973).

Este efeito fiscal sobre o recurso à dívida e os custos de falência, levou à abordagem *Trade-off*, que sustenta a conceção de que o endividamento traz vantagens para a empresa por meio do benefício fiscal que lhe está associado, mas por outro lado, traz também custos relacionados com a falência das empresas, sendo a probabilidade de se envolverem em falência tanto maior quanto maior for o grau de endividamento da empresa (Myers, 1977). Os autores da teoria *Trade-off* defendem a existência de uma estrutura de capital ótima, que maximiza o valor da empresa, que resulta de um *Trade-off* entre benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira, associados ao endividamento (Myers & Robicheck, 1965). Existe também outra hipótese de

uma estrutura de capitais ótima pela teoria *Trade-off*, que passa pelo ponto em que os custos marginais de falência se igualam aos benefícios fiscais marginais do aumento da dívida. Graham & Harvey (2001) e Bancel & Mittoo (2004) encontraram evidência de base para a hipótese *Trade-off*, respetivamente no mercado americano e em 16 países europeus.

Brigham & Houston (1999) afirmam que existe um nível de endividamento no qual a probabilidade de falência é insignificante. Porém, o aumento do capital alheio na estrutura de capitais superior a uma percentagem limite recomendável torna os custos relacionados com a falência preocupantes, pelo que diminuirá os benefícios fiscais resultantes do endividamento.

Berle & Means (1932) observaram pela primeira vez a separação existente entre os diversos intervenientes numa empresa (acionistas, gestores e credores). Esta separação origina-se aquando a necessidade de recorrer a financiamentos muito elevados, que dificilmente é possível obter através de um investidor individual.

A diferença entre os acionistas e os gestores no que toca à maximização de valor, acesso à informação da empresa, e exposição ao risco específico origina então conflitos de interesse entre estes. O acesso à informação que os gestores contêm, e que os investidores não sabem, gera uma assimetria de informação. Esta realidade levou ao desenvolvimento da teoria da Sinalização, impulsionada por Ross (1977). Segundo esta teoria, o valor dos títulos emitidos pelas empresas depende da interpretação feita pelo mercado perante sinais dados pelos gestores das empresas, na medida em que estes sinais constituem indícios sobre os fluxos futuros desejados. Os investidores tendem a ver no endividamento um sinal de qualidade das empresas, sendo que as empresas com maiores dificuldades financeiras apresentam por regra, níveis mais baixos de endividamento. Contudo, Norton (1990) não encontrou evidência de sinalização na sua amostra de empresas de pequena e média dimensão.

A supressão destes conflitos conduz a custos, designados por custos de agência nas interações entre o mercado de produtos e *inputs* e no controlo das empresas, já abordados por vários autores (Jensen & Meckling, 1976; Harris & Raviv, 1991, entre outros). Jensen & Meckling (1976) indicam o recurso ao endividamento como via de mitigar os custos de agência, já que permitem atenuar os fluxos de caixa disponíveis para a implementação de estratégias comodistas dos gestores, aumentando o valor da empresa e harmonizando os interesses dos acionistas e dos gestores.

Para finalizarmos este capítulo, abordarmos uma última teoria de Estrutura de Capitais, a teoria *Pecking Order*, realizada por Myers & Majluf (1984). Esta teoria considera que as empresas hierarquizam as decisões de financiamento. Na figura 2, ilustramos essa ordem hierárquica, onde podemos observar que as empresas para satisfazerem as necessidades de financiamento recorrem primeiro ao autofinanciamento, e só caso este não seja suficiente é que recorrem a capital alheio, começando por emitir dívida, deixando para último o recurso à emissão de ações para aumentos de capital.

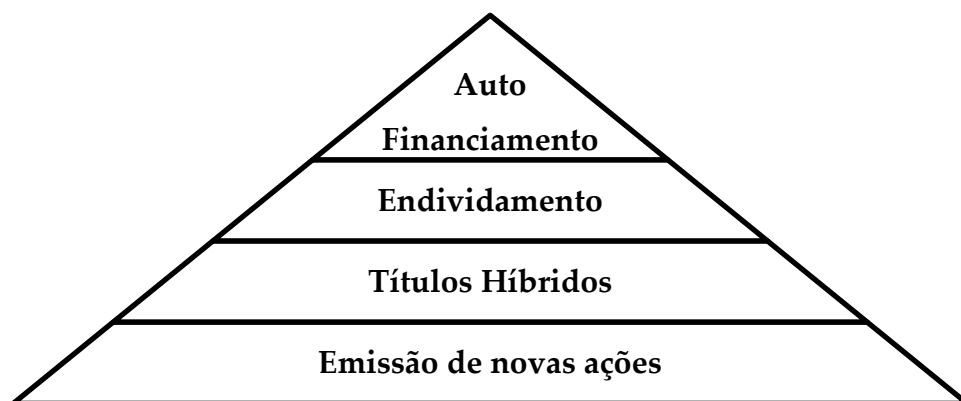


Figura 2 - Hierarquia da Teoria *Pecking Order*

Isto é, as empresas têm preferência em usar lucros não distribuídos como a sua primeira fonte de financiamento, seguidos pela dívida e, finalmente por capital. Este último é de menor interesse dado tem subjacentes maiores gastos

de assimetria de informação, fazendo com que a emissão seja mais dispendiosa relativa a outras fontes de financiamento.

Rajan & Zingales, (1995) constataam que empresas com uma maior capacidade de gerar lucro têm níveis de capital alheio reduzido, pelo facto de não terem necessidade de recorrer a recursos externos dado à sua capacidade de autofinanciamento. Por outro lado, as que não têm essa capacidade de gerar lucros, nem de recorrer a autofinanciamento, tendem a emitir dívida, pois dentro das alternativas do capital alheio é a que está mais aproximada do topo da hierarquia.

Resumindo, a teoria *Trade-off* sugere que é alcançado o nível ótimo de endividamento quando é encontrado o equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de falência. Já a teoria *Pecking Order* não concorda com este nível ótimo, considerando essencial a hierarquização dos financiamentos, de acordo com os seus custos.

No que diz respeito à escolha dos fatores determinantes do endividamento, testamos os que geram um maior consenso em estudos anteriores: Dimensão, Risco, Rentabilidade, Composição do Ativo, Outros Benefícios Fiscais para além da dívida e Crescimento. O fator Idade não está presente em muitos estudos mas optamos por testá-lo, tal como Harris & Raviv (1991) e Gama (2000).

Capítulo 3

Metodologia

3.1 Escolha dos fatores relacionados com a estrutura de capitais

Variáveis Independentes	Fórmula de Cálculo	Sinal Esperado
Dim	Logaritmo do Total do Ativo	Positivo
Risco	$\frac{\text{Desvio Padrão Volume de Negócios}}{\text{Média Volume de Negócios}}$	Negativo
Rent	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	Negativo
CAtivo	$\frac{\text{Ativos fixos tangíveis}}{\text{Ativo Total}}$	Positivo
OBF	$\frac{\text{Amortizações}}{\text{EBITDA}}$	Negativo
Cresc	Taxa de crescimento do Ativo Total	Positivo
Idade	Logaritmo da Idade	Positivo

Tabela 1 - Variáveis Independentes – Fórmula de cálculo e sinal esperado

Pretendemos agora analisar os fatores que influenciam o endividamento total de uma empresa, utilizando o modelo de regressão linear apresentado em Rajan & Zingales (1995). Este modelo pretende explicar a variação da variável dependente, através de um conjunto de fatores e pode ser descrito por $EndT_{i,t} = \alpha + \beta_k X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t}$, onde i identifica as empresas observadas, t corresponde ao

instante temporal, α é a constante, β_k são os coeficientes, $X_{ki,t}$ são os fatores e $\varepsilon_{i,t}$ representa os resíduos do modelo.

Rajan & Zingales (1995) definiu como variável dependente o Endividamento Total, definida pelo rácio entre a dívida total e o total do ativo.

No nosso estudo iremos considerar os fatores já apresentados anteriormente, com a intenção de analisar em que medida é que cada um destes fatores contribui individualmente para o endividamento total de uma empresa.

DIMENSÃO

A variável Dimensão será alcançada através do Logaritmo do Total do Ativo (Novo, 2009). Podemos dizer que existe uma correspondência entre a dimensão da empresa e o seu *stock* de dívida, explicada através da relação positiva entre a variável Dimensão e Endividamento (Rajan & Zingales, 1995). Kremp *et al.* (1999) e Ozkan (2001) não conseguiram obter resultados conclusivos para comprovar a teoria *Pecking Order*, não encontrando uma relação definida entre esta variável explicativa e o endividamento.

RISCO

A variável Risco será calculada através do rácio entre o desvio padrão e a média das vendas, esperando-se obter uma relação negativa entre o Risco e o Endividamento (Titman, 1988). Quanto maior a volatilidade de resultados, maior será o risco de negócio, o que poderá aumentar a probabilidade de incumprimento da dívida.

RENTABILIDADE

Myers (1984), na sua teoria *Pecking Order*, estabelece uma relação negativa entre a Rentabilidade e o Endividamento, constatando que as empresas com maior capacidade de autofinanciamento, salvaguardam uma posição menos vulnerável através de uma diminuída necessidade de socorrer-se do exterior

para se financiar. (Titman & Wessels, 1988). A variável Rentabilidade será calculada através do quociente EBITDA e Ativo Total (Myers, 1984).

COMPOSIÇÃO DO ATIVO

A variável Composição do Ativo será obtida pelo rácio entre os Ativos Fixos Tangíveis e o Ativo Total. Existe uma relação positiva entre esta variável e o Endividamento, assumida tanto pela teoria *Pecking Order* e *Tradeoff*, e também adotada por Rajan & Zingales (1995) e Harris & Raviv (1991).

OUTROS BENEFÍCIOS FISCAIS

O valor de uma empresa não depende só de fatores económicos, mas também da estrutura de capital, pois o benefício fiscal proporcionado é limitado (DeAngelo & Masulis, 1980). Segundo Myers (1977) existe uma relação negativa entre a variável outros benefícios fiscais para além da dívida e o rácio de endividamento. Esta variável é obtida através do rácio entre as amortizações e o EBITDA (Kim & Sorensen, 1986; Gama, 2000). Aqui face à base de dados utilizada, não usamos a variável subsídio.

CRESCIMENTO

A variável Crescimento é calculada segundo a Taxa de Crescimento do Total do Ativo (Titman & Wessels, 1988). Espera-se que o Crescimento e o Endividamento estejam positivamente relacionados, consoante diz a teoria *Pecking Order* sobre a hierarquia das fontes de financiamento (Myers & Majluf, 1984).

IDADE

A variável Idade é composta pelo logaritmo do número de anos de vida da empresa. Aqui segundo a teoria *Tradeoff*, exerce uma influência positiva

sobre o endividamento total, dado que as empresas mais antigas têm melhor reputação no mercado, o que favorece um maior acesso a este e a menores custos (Harris & Raviv, 1991). Por sua vez, a teoria *Pecking Order* defende que as empresas com mais anos de atividade têm capacidade de emitir ações próprias com maior facilidade. Esta relação indica que empresas com menos anos encontram-se mais endividadas (Gama, 2000).

3.2 Base de Dados

Os dados utilizados na realização do estudo empírico desenvolvido neste trabalho foram obtidos a partir da base de dados SABI. A base de dados obtida contém dados económicos de 490.653 empresas, relativos ao período compreendido entre os anos 2005 e 2012.

A base de dados contém os principais indicadores financeiros das empresas, incluídos do seu balanço e demonstração dos resultados, como sejam os empréstimos bancários, a idade da empresa, o total do ativo, volume de negócios, imobilizações corpóreas, resultados líquidos, impostos, entre outros.

Como já referimos anteriormente, o estudo empírico realizado neste trabalho pretende analisar a influência de um conjunto de fatores na estrutura de capitais de uma empresa. Esta análise incide sobre um conjunto de empresas do tecido empresarial português. No conjunto destas empresas, optámos por seleccionar uma amostra relativa às empresas do sector da saúde. Assim, considerámos as empresas correspondentes aos CAE 84121, 86100, 86210, 86220 e 86906. Após eliminar as restantes empresas da base de dados, obtivemos 23.175 empresas, relativas aos CAE's indicados. A selecção dos CAE's foi feita através dos dados retirados do sítio do SICAE. Poderá ser consultado no Anexo a caracterização de cada CAE.

Posteriormente, analisámos os dados anuais de cada empresa e, apenas considerámos as empresas em que foi possível obter dados relativamente a todas as variáveis que se pretendiam utilizar no estudo. Assim, ficaram disponíveis 9.343 empresas.

Classificámos ainda as empresas existentes na base de dados quanto à sua dimensão, distinguindo entre pequenas e médias empresas (PME) e grandes empresas, adotando a classificação recomendada pela União Europeia, através da norma 2003/361/EC de 6 de Maio.

Com o objetivo de identificar padrões de comportamento específicos, subdividimos a amostra tendo em conta a propriedade das empresas e a sua dimensão. Assim, relativamente ao primeiro critério, separamos a amostra entre empresas públicas (36 empresas) e empresas privadas (9.307 empresas). Por outro lado, no conjunto das empresas privadas, identificamos dois subgrupos, um constituído pelas PME (9.201 empresas) e outro relativo às grandes empresas (106 empresas). Conforme podemos observar, existe uma grande preponderância de empresas privadas PME sobre todas as restantes.

Na análise efetuada utilizámos sete fatores - Dimensão, Risco, Rentabilidade, Composição do Ativo, Outros Benefícios Fiscais, Crescimento e Idade - que consideramos serem relevantes na explicação do endividamento total de uma empresa. Estes fatores foram também considerados em estudos anteriores, aplicados sobre outras amostras, tanto relativos a empresas portuguesas como a empresas de outros países.

Vamos analisar a evolução dos fatores descritos em cada um dos subgrupos de empresas, ao longo do período em estudo, do ano 2007 até ao ano 2012 inclusive.

Empresas públicas do sector da saúde						
Ano Variável	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EndT	0,4204	0,4991	0,5269	0,5087	0,4828	0,4714
Dim	11,2720	11,2630	11,7530	11,7970	11,9540	11,5910
Risco	0,2206	0,1037	0,2856	0,3163	0,1737	0,2192
Rent	-0,0452	-0,1005	-0,0459	-0,0263	-0,0192	-0,0191
Cativo	0,3588	0,3881	0,3575	0,3697	0,3634	0,3857
OBF	0,0063	0,8132	0,7586	0,5673	1,6463	-0,2550
Cresc	0,0338	0,0108	0,1932	0,0845	0,0927	-0,1040
Idade	7,9474	6,0556	6,5000	7,0000	5,0000	4,7778

Tabela 2 - Valores médios dos fatores relativos a todas as empresas do sector da saúde

Empresas do sector da saúde						
Ano Variável	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EndT	0,3428	0,3391	0,3313	0,3492	0,3352	0,3223
Dim	5,1949	5,2149	5,2318	5,2507	5,2435	5,1634
Risco	3,9322	1,7548	3,7349	3,6225	2,9067	2,6981
Rent	0,1422	0,1407	0,1445	0,1357	0,1294	0,1241
Cativo	0,3431	0,3342	0,3247	0,3287	0,3175	0,3093
OBF	0,4193	0,4138	0,3934	0,4068	0,3698	0,3832
Cresc	0,2103	0,1844	0,1955	0,1910	0,1359	0,0997
Idade	10,2710	10,6190	10,9600	11,2270	11,5970	11,6240

Tabela 3 - Valores médios dos fatores relativos às empresas públicas do sector da saúde

Empresas privadas do sector da saúde						
Ano Variável	PME			Grandes empresas		
	2007	2010	2012	2007	2010	2012
EndT	0,3286	0,3333	0,3107	0,5191	0,4505	0,4627
Dim	5,1437	5,1900	5,1087	6,9170	6,7426	6,6017
Risco	3,1917	2,5323	2,0740	3,1917	2,5323	2,0740
Rent	0,1723	0,1678	0,1589	-0,0308	-0,0100	0,0122
Cativo	0,3304	3,2043	0,3002	0,4466	0,4093	0,4372
OBF	0,4090	0,3879	0,3793	-1,4322	-0,4116	0,0732
Cresc	0,2005	0,1839	0,1137	0,3905	0,0682	0,0603
Idade	10,0970	10,9550	11,2320	12,6000	14,0000	13,2090

Tabela 4 - Valores médios dos fatores relativos às empresas privadas do sector da saúde

As tabelas 2 e 3 contêm os valores médios anuais de cada um dos fatores, relativos ao conjunto de todas as empresas do sector da saúde. Dada a enorme preponderância das empresas PME privadas sobre as restantes, será expectável que os resultados obtidos sejam fortemente determinados pelos indicadores relativos a este subgrupo de empresas. Assim, consideramos na tabela 4 os valores dos fatores utilizados, para os dois subgrupos de empresas privadas, em três instantes temporais do período em estudo, seleccionados de modo a analisarmos a evolução verificada. Pretendemos deste modo analisar o segmento das empresas privadas PME e verificar em que medida se distinguem das restantes empresas privadas.

Analisando o endividamento total global apresentado na tabela 3, verificamos que o mesmo se encontra em níveis reduzidos. Contudo, analisando o mesmo fator em cada um dos subgrupos de empresas, verificamos que o baixo endividamento global é influenciado pelo reduzido nível de endividamento das empresas PME privadas. Estas empresas mantiveram um endividamento total entre 31% e 33% nos anos considerados. Por outro lado, as grandes empresas privadas apresentam níveis de endividamento total entre 45% e 52%, para o mesmo período. Estes valores estão próximos dos valores apresentados pelas empresas públicas. Observa-se que em 2007 as grandes empresas privadas tinham endividamento superior ao das empresas públicas.

Capítulo 4

Resultados

4.1 Estatística descritiva

No nosso estudo iremos considerar os fatores já apresentados anteriormente. Pretendemos analisar em que medida cada um destes fatores contribui individualmente para o Endividamento Total de uma empresa.

Tendo em conta a amostra obtida, cujas características já foram anteriormente identificadas, vamos construir quatro modelos de regressão, o primeiro relativo à amostra total, o segundo relativo apenas às empresas privadas PME, o terceiro relativo às empresas privadas grandes e por último, o quarto modelo relativo às empresas públicas. Como já referimos, as empresas privadas PME representam quase 90% do total da amostra. Assim, pretendemos identificar as características próprias deste segmento de empresas. Por outro lado, vamos também analisar as empresas públicas e as empresas privadas de grande dimensão, pelo facto de serem grupos com características próprias, em geral centros hospitalares.

Apresentamos nas tabelas 5 a 8 os valores das principais medidas de estatística descritiva relativa às variáveis consideradas neste estudo. Os indicadores estatísticos utilizados são a mediana, a média, o desvio-padrão, o mínimo, o máximo, o percentil 25 (1º Quartil) e o percentil 75 (3º Quartil).

Considerámos para este efeito os valores observados pelas variáveis ao longo de todo o período em análise.

Empresas do sector da saúde							
Variável	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
EndT	0,3364	0,2851	0,0000	0,0809	0,2550	0,5610	0,9983
Dim	5,2167	1,1904	1,1523	4,4120	5,2088	5,9978	10,6820
Risco	3,1016	0,7319	1,7548	2,6981	2,9067	3,7349	3,9322
Rent	0,1357	0,1443	-0,4125	0,0426	0,1136	0,2158	0,5359
CAtivo	0,3256	0,2807	0,0000	0,0812	0,2435	0,5310	0,9909
OBF	0,3968	0,7377	-8,1543	0,1436	0,3305	0,5973	8,9879
Cresc	0,1674	0,6196	-0,6961	-0,0564	0,0573	0,2132	11,5390
Idade	11,0830	7,4739	0,0000	5,0000	10,0000	75,0000	83,0000

Tabela 5 - Estatísticas de todas as empresas do sector da saúde

Empresas PME (privadas) do sector da saúde							
Variável	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
EndT	0,3223	0,2716	0,0030	0,0838	0,2411	0,5240	0,9565
Dim.	5,1591	1,0896	2,4705	4,3833	5,1523	5,9325	8,4700
Risco	3,2470	1,0043	2,0740	2,5323	3,1743	3,3725	5,2529
Rent	0,1685	0,1766	-0,3273	0,0519	0,1270	0,2436	0,8485
CAtivo	0,3160	0,2708	0,0013	0,0825	0,2364	0,5098	0,9691
OBF	0,3869	0,4360	-2,3155	0,1391	0,3138	0,5731	3,4160
Cresc.	0,1665	0,4556	-0,5670	-0,0500	0,0658	0,2330	3,8882
Idade	10,8030	7,3603	0,0000	5,0000	9,0000	15,0000	83,0000

Tabela 6 - Estatísticas das empresas privadas PME do sector da saúde

Empresas Grandes (privadas) do sector da saúde							
Variável	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
EndT	0,4776	0,3413	0,0000	0,1630	0,4822	0,7726	0,9991
Dim	6,7945	2,8626	1,7875	4,5620	6,1922	8,6505	12,2690
Risco	3,1243	1,0366	2,0740	2,5323	3,1743	3,3725	5,2529
Rent	-0,0200	0,1543	-1,0503	-0,0495	-0,0070	0,0362	0,4349
CAtivo	0,3939	0,3654	0,0000	0,0332	0,2579	0,7961	0,9972
OBF	-0,9940	5,2380	-51,5510	-0,9762	-0,0484	0,3661	23,4670
Cresc	0,5759	4,9593	-0,9829	-0,1079	-0,0258	0,0521	62,1130
Idade	13,3150	11,3860	1,0000	4,0000	9,0000	22,0000	43,0000

Tabela 7 - Estatísticas das grandes empresas privadas do sector da saúde

Empresas Públicas do sector da saúde							
Variável	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo
EndT	0,4855	0,2126	0,0972	0,3025	0,4352	0,6332	0,9948
Dim	11,5920	0,7386	9,6260	11,1220	11,5740	11,9250	13,7290
Risco	0,2214	0,0736	0,1037	0,1737	0,2206	0,2856	0,3163
Rent	-0,0456	0,0978	-0,4122	-0,0862	-0,0071	0,0081	0,1142
CAtivo	0,3692	0,1528	0,0584	0,2539	0,3469	0,4963	0,8877
OBF	0,6291	3,2883	-12,3500	-0,3108	0,5295	0,9654	16,1170
Cresc	0,0649	0,2373	-0,4367	-0,0389	0,0242	0,1109	0,9040
Idade	6,4021	9,6011	1,0000	2,0000	5,0000	6,0000	51,0000

Tabela 8 - Estatísticas das empresas públicas do sector da saúde

Os valores apresentados nas tabelas 5 a 8 permitem-nos efetuar uma análise mais abrangente acerca do comportamento de cada um dos fatores em cada grupo de empresas considerado. Analisando os dados obtidos, verificamos que as empresas públicas apresentam um risco muito reduzido, e bastante inferior ao registado pelas restantes empresas. As empresas de maior dimensão do sector são as empresas públicas. A rentabilidade das empresas públicas é a menor do sector, sendo a rentabilidade mínima observada um valor muito negativo. As empresas privadas PME são as que apresentam maior rentabilidade, sendo o seu valor mediano de 12,70%.

4.2 Correlação entre os fatores

Antes de apresentarmos os resultados dos modelos de regressão, vamos analisar a correlação *Pearson* entre os diferentes fatores, em cada um dos subgrupos obtidos.

Empresas do sector da saúde								
Variáveis	EndT	Dim	Risco	Rent	Cativo	OBF	Cresc	Idade
EndT	1,0000							
Dim	-0,0065	1,0000						
Risco	0,0093	0,0060	1,0000					
Rent	-0,2103	-0,1050	0,0160	1,0000				
CAtivo	0,4786	-0,0260	0,0090	-0,1790	1,0000			
OBF	0,1306	-0,0482	0,0031	-0,1611	0,1919	1,0000		
Cresc	0,1448	-0,0140	0,0280	0,1750	0,0240	-0,0489	1,0000	
Idade	-0,1260	0,3570	-0,0070	-0,2960	-0,0830	0,0181	-0,2710	1,0000

Tabela 9 - Correlações entre as variáveis de todas as empresas do sector da saúde

Empresas PME (privadas) do sector da saúde								
Variáveis	EndT	Dim	Risco	Rent	CAtivo	OBF	Cresc	Idade
EndT	1,0000							
Dim	-0,0500	1,0000						
Risco	-0,0050	0,0100	1,0000					
Rent	-0,1990	-0,1800	0,0350	1,0000				
CAtivo	0,4620	-0,0450	0,0080	-0,1710	1,0000			
OBF	0,2270	-0,0860	-0,0080	-0,3330	0,3144	1,0000		
Cresc	0,0830	-0,0500	0,0390	0,3190	-0,0360	-0,1340	1,0000	
Idade	-0,0990	0,3600	-0,0080	-0,3750	-0,0580	0,0640	-0,3300	1,0000

Tabela 10 - Correlações entre as variáveis das empresas privadas PME do sector da saúde

Empresas Grandes (privadas) do sector da saúde								
Variáveis	EndT	Dim	Risco	Rent	CAtivo	OBF	Cresc	Idade
EndT	1,0000							
Dim	-0,3970	1,0000						
Risco	-0,0270	0,0040	1,0000					
Rent	0,1410	-0,2130	-0,2130	1,0000				
Cativo	0,2840	-0,1570	-0,1570	-0,0760	1,0000			
OBF	0,1550	0,2360	-0,1990	0,1730	0,0960	1,0000		
Cresc	0,0350	0,0540	0,1690	-0,0030	0,1520	0,0360	1,0000	
Idade	-0,0350	0,3160	-0,0980	0,1240	-0,1510	0,0410	-0,0128	1,0000

Tabela 11 - Correlações entre as variáveis das grandes empresas privadas do sector da saúde

Empresas Públicas do sector da saúde								
Variáveis	EndT	Dim	Risco	Rent	CAtivo	OBF	Cresc	Idade
EndT	1,0000							
Dim	-0,0810	1,0000						
Risco	0,0410	0,1880	1,0000					
Rent	-0,4490	0,1880	0,1880	1,0000				
Cativo	0,2640	-0,3620	-0,0450	-0,3640	1,0000			
OBF	-0,0660	0,1840	-0,0450	0,3320	-0,2060	1,0000		
Cresc	0,1790	0,2870	0,1670	0,3140	-0,3350	0,2320	1,0000	
Idade	-0,3450	0,0860	0,0690	0,2880	-0,1170	-0,0240	-0,0790	1,0000

Tabela 12 - Correlações entre as variáveis das empresas públicas do sector da saúde

Conforme podemos observar nas tabelas 9 a 12, os coeficientes de correlação entre as variáveis são, de um modo geral, reduzidos, não colocando em hipótese o problema de multicolinearidade e consequentemente em causa a validade do modelo de regressão linear como forma de explicar o endividamento total de uma empresa, em qualquer dos subgrupos considerados.

Para aplicar o modelo de regressão linear organizámos os dados em painel, por ser um método mais adequado para este tipo de estudos. A representação de dados em painel permite aumentar o número de observações disponíveis, uma vez que os dados relativos a um fator e registados nos vários instantes temporais são todos agregados numa única variável. Este processo repete-se para todos os fatores utilizados no modelo. Esta organização dos dados permite, ainda, a criação de variáveis auxiliares, relativas a cada um dos instantes temporais observados. Estas variáveis vão ser utilizadas para reduzir os efeitos de colinearidade entre as variáveis.

Analísamos ainda dois métodos alternativos para construção do modelo de regressão, o método dos efeitos fixos e o método dos efeitos aleatórios. Aplicámos o teste de Hausman para identificar qual dos dois métodos seria o

mais adequado e o resultado indico-nos o método dos efeitos fixos como o método adequado a estes dados. Estes resultados foram obtidos para os quatro grupos considerados. Assim, utilizámos o método dos efeitos fixos para obter os modelos de regressão.

4.3 Resultados Empíricos

Neste subcapítulo, vamos analisar os resultados obtidos através dos coeficientes do modelo de regressão para cada um dos grupos de empresas considerados, tendo em conta um nível de significância de 5%, apresentados na tabela 13.

Variável	Empresas do Sector da saúde			
	Sector	PME (privadas)	Grandes (privadas)	Públicas
Constante	0,0296 <i>p</i> = 0,2880	0,0803 <i>p</i> = 0,0060	-0,1641 <i>p</i> = 0,7440	0,0296 <i>p</i> = 0,2880
Dim	0,0827 <i>p</i> = 0,0000	0,0623 <i>p</i> = 0,0000	0,0499 <i>p</i> = 0,4580	0,2014 <i>p</i> = 0,0320
Risco	0,0005 <i>p</i> = 0,5600	0,0024 <i>p</i> = 0,0240	0,0312 <i>p</i> = 0,4150	0,0005 <i>p</i> = 0,5600
Rent	-0,2042 <i>p</i> = 0,0000	-0,1955 <i>p</i> = 0,0000	0,2164 <i>p</i> = 0,2970	-0,3302 <i>p</i> = 0,2340
CAtivo	0,2238 <i>p</i> = 0,0000	0,2248 <i>p</i> = 0,0000	0,3834 <i>p</i> = 0,7330	-0,0162 <i>p</i> = 0,9390
OBF	-0,0009 <i>p</i> = 0,4560	-0,0092 <i>p</i> = 0,0000	-0,0037 <i>p</i> = 0,2990	-0,0022 <i>p</i> = 0,2940
Cresc	0,0269 <i>p</i> = 0,0000	0,0464 <i>p</i> = 0,0000	-0,0075 <i>p</i> = 0,0000	0,1526 <i>p</i> = 0,0020
Idade	-0,0796 <i>p</i> = 0,0000	-0,0702 <i>p</i> = 0,0000	-0,0741 <i>p</i> = 0,3260	-0,0193 <i>p</i> = 0,7010
R²	18,76%	18,80%	32,64%	36,59%
Teste F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
N.º Observações	9 343	9 201	106	36

Tabela 13 - Modelo de regressão

Conforme podemos observar pela análise da tabela 13, todos os fatores são estatisticamente significativos na explicação do endividamento total de uma empresa, com exceção dos fatores Risco e Outros Benefícios Fiscais. Também, não podemos considerar a constante do modelo significativamente diferente de zero.

Analisando os resultados apresentados, verificámos que todos os fatores considerados são estatisticamente significantes, para explicar o endividamento total das empresas PME. Concluímos que no caso das grandes empresas privadas apenas o Crescimento é um fator estatisticamente significativo do modelo, enquanto para as empresas públicas encontramos dois fatores com significância: o Crescimento e a Dimensão. Este facto deriva do reduzido número de empresas e da escassez de dados relativos a estes dois grupos.

Analisemos de seguida o comportamento individual dos fatores independentes em cada um dos modelos.

O fator Dimensão tem sinal positivo em todos os modelos. Este comportamento evidencia que o nível de endividamento sobe quando a dimensão da empresa aumenta (Rajan & Zingales, 1995). Os resultados são estatisticamente significativos em todos os modelos construídos exceto no modelo relativo às Grandes empresas privadas.

O Risco tem sinal positivo em todos os grupos, no entanto apenas poderemos considerar este fator estatisticamente significativo no modelo relativo às empresas PME. Seria de esperar que o risco tivesse uma variação negativa, tendo em conta que associado a um maior risco, deverá ter um menor nível de endividamento (Titman, 1988). Contudo, Bradley et al. (1984) refere que este fator tem um comportamento em forma de U, sendo positivo enquanto os custos de insolvência forem insignificantes e negativo quando esses custos assumirem um peso significativo.

Verificámos que o fator Rentabilidade tem uma relação negativa com o endividamento total da empresa, tanto no grupo de todas as empresas, como no grupo das PME. Estes dados confirmam a hipótese de que quando a rentabilidade de uma empresa aumenta, esta reforça a sua capacidade de autofinanciamento, diminuindo a necessidade de recurso a financiamento. Estes resultados foram também obtidos por outros autores, tais como Titman & Wessels (1998). Em ambos os casos referidos, os valores obtidos são estatisticamente significativos, evidenciando a sua importância na explicação do endividamento total de uma empresa.

O fator Composição do Ativo tem sinal positivo nos modelos de regressão do conjunto de todas as empresas e no caso das empresas PME. Podemos concluir que se verifica a hipótese de a empresa ter mais garantias para apresentar e estar associada a uma maior capacidade de endividamento. O fator Composição do Ativo não é um fator estatisticamente significativo no caso dos modelos relativos às grandes empresas privadas e às empresas públicas. Esta relação foi também evidenciada em Myers & Majluf (1984) e mostra que empresas com maiores taxas de crescimento do seu ativo recorrem mais ao endividamento como forma de financiarem os seus projetos.

O fator Outros Benefícios fiscais influencia negativamente o nível de endividamento total da empresa, em qualquer dos grupos analisados. Este resultado indicia que a obtenção de outros benefícios fiscais desincentiva o recurso ao endividamento, na medida em que se traduz numa forma alternativa de reduzir a carga fiscal da empresa. Este comportamento está de acordo com resultados obtidos em estudos anteriores, tais como Meyers (1977).

Por último, o fator idade apresenta nos modelos construídos uma relação negativa com o endividamento total. Estes resultados confirmam a hipótese de que empresas mais jovens recorrem mais ao endividamento e que as empresas reduzem o seu nível de endividamento à medida que a sua idade aumenta.

Conclusão

Este estudo teve como principal objetivo analisar a estrutura de capitais do sector da saúde português, das empresas públicas hospitalares e das privadas do sector da saúde em Portugal, tanto as PME como as grandes, visando contribuir para um melhor entendimento do funcionamento do mesmo.

A análise efetuada ao Endividamento Total permitiu-nos verificar que o sector da saúde tem um endividamento total reduzido, sendo que as PME apresentam uma grande preponderância sobre este resultado, visto que apresentam um reduzido nível de endividamento, entre 31% e 33% nos anos considerados. Por outro lado, as grandes empresas privadas apresentam níveis de endividamento total entre 45% e 52%, para o mesmo período. Estes valores estão próximos dos valores apresentados pelas empresas públicas - em 2007 as grandes empresas privadas tinham endividamento superior ao das empresas públicas, mas os seus valores reduziram e encontravam-se em 2012 ligeiramente abaixo dos valores registados pelas empresas públicas.

Já na análise empírica realizada verificamos que no sector da saúde todos os fatores analisados são estatisticamente significativos na explicação do Endividamento Total de uma empresa, com exceção do fator Risco e do fator Outros Benefícios Fiscais. Também apuramos que não podemos considerar a constante do modelo significativamente diferente de zero.

Constatamos também que os fatores Crescimento e Dimensão são estatisticamente significativas nas empresas públicas. No que toca às empresas privadas, para as PME todos os fatores considerados são estatisticamente significantes, sendo que para as grandes empresas o fator Crescimento é a única determinante relevante.

Quanto a futuras investigações, consideramos relevante o estudo entre as grandes empresas privadas e públicas do sector da saúde português, face aos poucos fatores estatisticamente significantes de ambos os grupos, testando outras teorias, nomeadamente a teoria *Trade-off*.

Bibliografia

Associação Portuguesa de Seguradores: Os Seguros de Saúde Privados no contexto do Sistema de Saúde Português. *Edição 2009.*

Bancel, F. and Mittoo, U. R. (2004): Cross-country determinants of capital structure choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, 33, pp. 103-132.

Baxter, N., (1967): Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital, *Journal of Finance* 22, September 1967, pp.3956-403.

Berle, A.; Means, G: The Modern Corporation and Private Property. *New York: Macmillan, 1932.*

Bradley, M., Jarrell, G.A., Kim, E.H. (1984): On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance* 39, pp. 857—878.

Brealey, R. A. e Myers, S. C. (1998): Princípios de finanças empresariais. 5^a Edição, *McGraw-Hill de Portugal, Lda.*

Brigham, E. F. e J. F. Houston (1999): Fundamentos da moderna administração financeira. *São Paulo, Campus.*

DeAngelo, H. e R. W. Masulis (1980): Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, pp. 3-29.

Durand, D. (1952): Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. *City: NBER.*

Gama, Ana (2000): Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas. *Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.*

Graham, J. e Harvey, C. (2001): The theory and practice of corporate finance: evidence from the Field. *Journal of Financial Economics, Vol. 60, N.º 2-3, pp. 187-243.*

Grinblatt, M. e S. Titman (2001): Financial markets and corporate strategy. *Irwin, McGraw-Hill, 2ª edição.*

Harris, M. e A. Raviv (1991): The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance, Vol. 46, pp. 297-355.*

Instituto Nacional de Estatística: Empresas em Portugal – Perfil das Sociedades – 2011. *Edição 2013, Lisboa, Portugal.*

Instituto Nacional de Estatística: Estatísticas da Saúde – 2012. *Edição 2014, Lisboa, Portugal.*

Jensen, M. C., e W. H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics, Vol. 3, pp. 305-370.*

Kim, W. S. e Sorensen, E. H. (1986): Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21 (2), pp. 131-144.

Kraus, A. e R. H. Litzenberger (1973): A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28 n.º 4, pp. 911-922.

Kremp, E., E. Stöss and D. Gerdesmeier (1999): Estimation of a Debt Function: Evidence from French and German Firm Panel Data. A. Sauvé and M. Scheuer(eds), *Corporate Finance in Germany and France (Frankfurt-am-Main and Paris: Deutsche Bundesbank and Banque de France*.

Modigliani, F. e M. H. Miller (1963): Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, pp. 433-443.

Miller, M. (1977): Debt and Taxes. *Journal of Financial Economics* 32, pp. 261-275.

Myers, S. (2001): Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 81-102.

Myers, S. e N. S. Majluf (1984): Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.

Myers, S. (1977): Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.

Myers, S. (1984): The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39, pp. 575-592.

Norton, E. (1990): Similarities and differences in small and large corporation beliefs about capital structure policy. *Small Business Economics*, 2, pp. 229-245.

Novo, A. (2009): Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português. *Aveiro: Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro*.

Ozkan, A. (2001): Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28, pp. 175-198.

Rajan, R. G. e L. Zingales (1995): What do we know about Capital Structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 1421-1460.

Ross, S. A. (1977): The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, pp. 23-40.

Titman, S. e R. Wessels (1988): The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 1-19.

Anexos

“84121 ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA - ACTIVIDADES DE SAÚDE

Compreende as atividades desenvolvidas no âmbito das competências dos respetivos membros do Governo e de apoio à gestão dos programas dos cuidados de saúde.

86100 ATIVIDADES DOS ESTABELECIMENTOS DE SAÚDE COM INTERNAMENTO

Compreende as atividades de hospitais (gerais e especializados), clínicas (inclui clínicas dentárias), casas de saúde e outros estabelecimentos de saúde com instalações para internamento dos doentes de curta e longa duração. Estas atividades são dirigidas principalmente para os doentes internados, sob a supervisão direta de médicos, englobando uma grande variedade de serviços de cuidados de saúde (medicina, cirurgia, análises, radiologia, urgências, etc.). Inclui os hospitais oficiais (públicos, militares, paramilitares e prisionais) e privados.

8621 ATIVIDADES DE PRÁTICA MÉDICA DE CLÍNICA GERAL, EM AMBULATÓRIO

86210

Compreende consultas e cuidados de saúde prestados por médicos de clínica geral a pessoas não internadas em estabelecimentos de saúde, públicos ou privados. Compreende também os cuidados de saúde prestados por médicos de clínica geral em centros de saúde, postos médicos, consultórios, hospitais e ainda as atividades desenvolvidas por médicos de clínica geral, independentes em empresas, escolas, lares, sindicatos ou outros locais.

**8622 ATIVIDADES DE PRÁTICA MÉDICA DE CLÍNICA ESPECIALIZADA,
EM AMBULATÓRIO**

86220

Compreende consultas e cuidados de saúde prestados por médicos especialistas (inclui estomatologia) a indivíduos não internados em estabelecimentos de saúde, públicos ou privados.

Compreende também os cuidados de saúde prestados por médicos especialistas em centros de saúde, postos médicos, consultórios, hospitais e ainda as atividades desenvolvidas por médicos especialistas independentes em empresas, escolas, lares, sindicatos ou outros locais. Inclui as atividades relacionadas com o diagnóstico e a terapêutica, nomeadamente, atos de radiologia, radioterapia, eletrocardiografia, eletroencefalografia e outros atos complementares de diagnóstico e de terapêutica.

86906 OUTRAS ATIVIDADES DE SAÚDE HUMANA, N.E.

Compreende todas as atividades de saúde humana não incluídas nas posições anteriores, nomeadamente, as atividades de fisioterapia, optometria, ortóptica, dietética, hidroterapia, massagem, ginástica médica, terapia (ocupacional, da fala, etc.), quiropodia, homeopatia, acupuntura, hipoterapia, psicologia e atividades similares, exercidas em consultórios privados, nos postos médicos das empresas, escolas, lares, no domicílio ou noutros locais (inclui todos os estabelecimentos de saúde, sem internamento não englobados nas subclasses anteriores).

Compreende também as atividades exercidas pelos assistentes dentários (ex: os especialistas em terapia dentária), pelas enfermeiras dentárias de escolas e higienistas (que podem não trabalhar em consultórios de dentistas mas cuja atividade é regularmente controlada por estes)."

(http://www.gep.mtss.gov.pt/destaques/caerev3_notasexplicativas.pdf)